

Les achats français de valeurs étrangères de 1963 à 1987

Françoise Marnata

Directeur de recherche au CNRS

Service d'étude de l'activité économique de la FNSP

Les Français consacrent relativement moins de ressources que leurs voisins européens à la croissance de leur portefeuille de valeurs étrangères, malgré le niveau de plus en plus élevé des achats nets effectués depuis dix ans. La majeure partie des transactions, dont le montant est considérable, est affectée à une activité d'arbitrage entre les composants du portefeuille.

Les opérations des résidents français sont décrites au total en distinguant actions et obligations ainsi que celles portant non seulement sur des valeurs américaines, allemandes, japonaises qui sont les plus importantes, mais aussi sur les anglaises, canadiennes et néerlandaises.

A la fin du XIX^e siècle, et jusqu'en 1914, les Français avaient placé une grande part de leur épargne à l'étranger. Leur portefeuille d'actions, d'obligations et de titres d'Etat étrangers était le plus important du monde, après celui des Anglais. On estime que les revenus du capital, provenant principalement des valeurs mobilières, procuraient annuellement à la balance des paiements de la France un revenu d'environ 1 200 millions de F, soit plus de 3 % du PNB. La défaillance de la plupart des débiteurs, pendant et après la Première Guerre mondiale, réduisit dramatiquement ce portefeuille. Depuis lors les Français n'en ont pas reconstitué de comparable, en raison non seulement du souvenir amer des pertes subies et de l'insuffisance de l'épargne disponible, mais aussi des réglementations qui, souvent, ont interdit ou entravé les exportations de capitaux. Or voici que la récente libération des achats de valeurs étrangères et surtout la prochaine création d'un marché financier européen unique ouvrent des perspectives nouvelles. Pour être capable d'apprécier les changements qui interviendront en ce domaine, il n'est pas sans intérêt d'examiner quels ont été au cours des vingt-cinq dernières années les flux de valeurs mobilières achetées et vendues par les Français ⁽¹⁾.

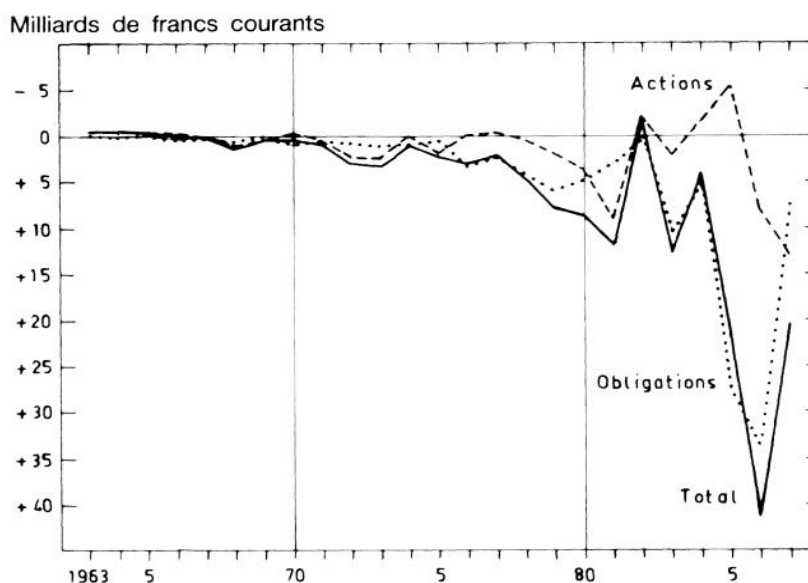
(1) Source statistique : ministère de l'Economie et des finances, Banque de France, *La balance des paiements de la France*, Rapports annuels, depuis 1963. La ligne « investissements de portefeuille », comptabilisant les opérations des résidents sur valeurs mobilières étrangères et les opérations des non-résidents sur valeurs mobilières françaises, est individualisée depuis 1960. Son contenu a été modifié en 1963 en application de l'instruction n° 914 du 20 mars 1962 du ministère des Finances, qui impose une nouvelle présentation des données.

Les flux nets

Le graphique 1 permet de distinguer trois périodes.

- De 1963 à 1971 les soldes, négatifs de 1963 à 1965, positifs⁽²⁾ ensuite, sont négligeables.
- De 1972 à 1977 ils sont positifs et oscillent entre 1 et 3,5 milliards de F.
- De 1978 à 1987 les soldes connaissent une croissance exceptionnelle. Sauf en 1982, le solde annuel total est largement positif, son maximum dépassant 40 milliards de F en 1986. Ce sont les flux nets d'obligations qui déterminent principalement le solde total. Ceux des actions, bien moindres, sont négatifs en 1982, 1984 et 1985. Mais, tandis que le solde positif des obligations se réduit de 26 milliards de 1986 à 1987, celui des actions passe de - 5 milliards à + 13 milliards de 1985 à 1987.

1. Soldes des achats et ventes de valeurs étrangères par nature des titres



Source : Voir note n° 1.

Depuis 1978 l'influence de ces flux sur la balance des paiements n'est pas négligeable, les soldes positifs d'achats ayant sur elle un effet négatif. Cependant les sorties de capitaux sont compensées, et au-delà, par les achats nets de valeurs françaises par des non-résidents, comme l'indique le tableau ci-dessous pour les années 1983 à 1987.

(2) Nous adoptons ici un point de vue économique et non comptable. Nous qualifions de positifs les soldes constitués par un excédent d'achats et donnant lieu à des sorties nettes de capitaux enregistrées en balance des paiements avec le signe -. Inversement, nous qualifions de négatifs des excédents de ventes enregistrés en balance des paiements avec le signe +.

Mouvements de portefeuille

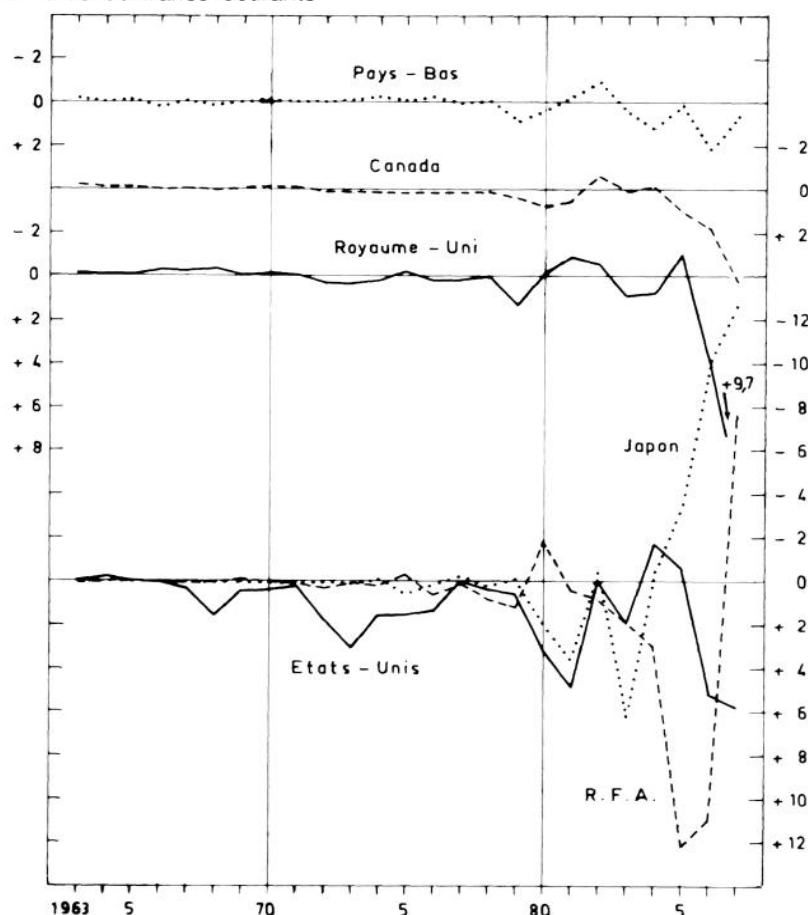
Soldes en milliards de francs	1983	1984	1985	1986	1987
Mouvements réalisés					
● par des résidents	- 13	- 4	- 22	- 42	- 20
● par des non-résidents	+ 55	+ 66	+ 80	+ 54	+ 47

Les soldes positifs des mouvements sur valeurs mobilières étrangères réalisés par nos résidents apparaissent faibles en comparaison de ceux d'autres pays. Même en 1986, où il atteint son maximum, ce solde n'a correspondu qu'à 0,8 % du PIB, au lieu de 1,1 % en RFA, 3,3 en UEBl, 3,8 aux Pays-Bas, 5,5 au Royaume-Uni.

La répartition géographique des flux nets

Les flux nets les plus importants sur l'ensemble de la période concernant les valeurs américaines, allemandes et japonaises sont représentées au graphique 2, ainsi que ceux plus faibles, des opérations sur valeurs anglaises, canadiennes et hollandaises.

Milliards de francs courants



2. Soldes des achats et ventes de valeurs étrangères par nationalité des titres

Source : Voir note n° 1.

Législation applicable aux acquisitions de valeurs étrangères de 1963 à 1987

- Du 1^{er} avril 1962 au 23 novembre 1968 : **liberté des transactions.**
- Du 24 novembre 1968 au 20 octobre 1971 : **contrôle des transactions.**

Du 24 novembre 1968 au 9 août 1969 le contrôle des transactions sur valeurs étrangères est rigoureux. Un résident ne peut acheter des titres étrangers que dans la mesure où il a acquis des devises par la vente de ses propres titres.

Du 10 août 1969 au 20 octobre 1971 la Banque de France établit un marché de la devise-titre. Les banques sont autorisées à se servir indistinctement des devises acquises lors de la cession des titres étrangers pour tout achat de titre étranger. Il s'agit alors d'une limitation globale des achats. Les exceptions à cette limitation ont été ponctuelles. Ainsi au premier trimestre 1971 les résidents ont été autorisés à souscrire en francs intérieurs à un emprunt obligatoire libellé en francs, émis par un organisme international (Banque interaméricaine de développement).

- Du 21 octobre 1971 au 20 mai 1981 : **liberté des transactions.**
- Du 21 mai 1981 au 21 mai 1986 : **contrôle des transactions.**

Du 21 mai 1981 au 21 mai 1986 le régime de la devise-titre est de nouveau institué. Sont exclues de cette réglementation les acquisitions à l'étranger de valeurs mobilières libellées en francs et les souscriptions des banques résidentes à des émissions internationales (en tant que chef de file ou coparticipant dans des syndicats de placement) sous réserve d'un financement intégral par emprunt extérieur. A partir de novembre 1984 une nouvelle exception est introduite au profit des acquisitions de titres libellés en ECU, émis sur la place de Paris par des organismes européens, dont la Banque européenne d'investissement.

- A partir du 22 mai 1986 : **liberté des transactions.**

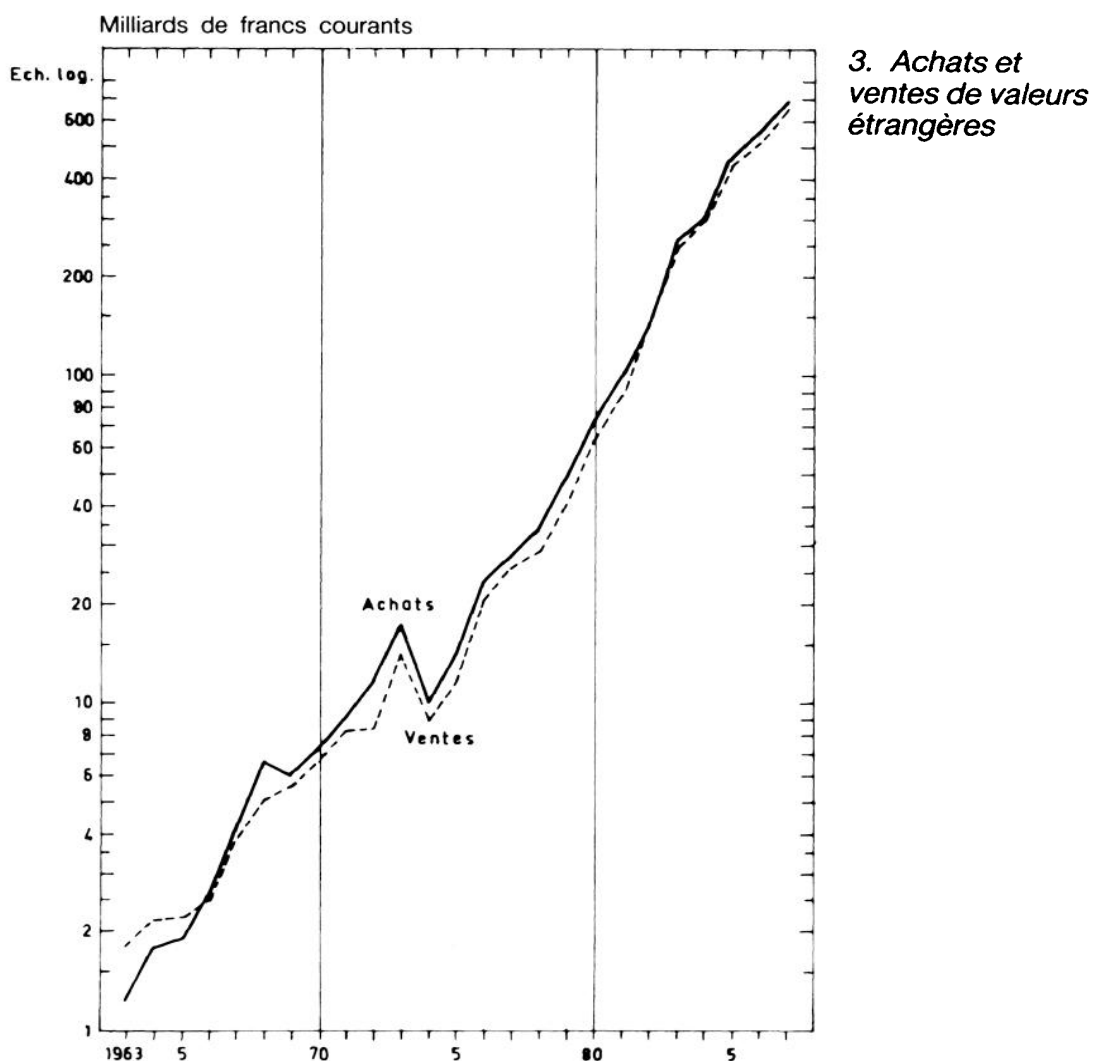
Les achats nets de valeurs américaines cumulés sur l'ensemble de la période atteignent le montant le plus élevé : 33 milliards de F. Leur accroissement de 1963 à 1971 (3 milliards de F) a été compensé par les ventes nettes de valeurs anglaises (1,5 milliard de F), canadiennes (0,7 milliard de F) et hollandaises (0,6 milliard de F). De 1972 à 1977, alors que les achats nets de valeurs américaines ont augmenté de 8 milliards de F, les valeurs hollandaises ont encore fait l'objet de ventes nettes (0,8 milliard de F).

Entre 1978 et 1987 ce sont les achats nets de valeurs allemandes et américaines qui ont souvent varié en sens inverse : il en est ainsi en 1980, 1982, 1984, 1985 et 1987. Les valeurs japonaises, presque ignorées en 1963, ont constitué le second pôle des achats nets, après les valeurs américaines, en 1980 (1,9 milliard de F) et 1981 (3,2 milliards de F) et les achats nets les plus élevés en 1983 (6,2 milliards de F), avant

d'être l'objet de ventes nettes massives (26 milliards de F) de 1984 à 1987. Le krach boursier de 1987 a affecté les résultats du dernier trimestre, mais sur l'ensemble de l'année des ventes nettes ne se sont produites que sur quelques valeurs, allemandes et japonaises notamment.

Les flux bruts

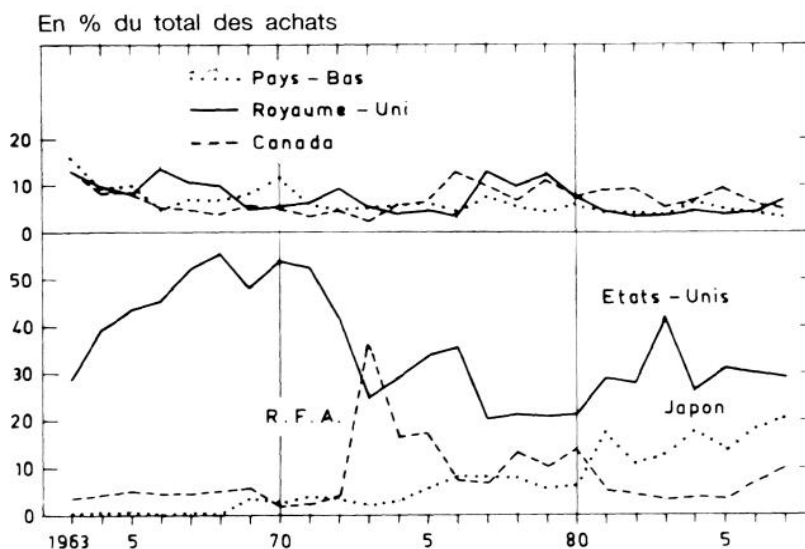
L'examen des flux bruts d'achats et de ventes permet d'apercevoir l'intensité des transactions (graphique 3). De 1982 à 1987 un énorme accroissement des achats, qui passent de 140 à 674 milliards de F, accompagne un développement aussi exceptionnel des ventes, qui s'élèvent de 142 à 654 milliards de F. Au cours des dernières années le flux brut d'achat a représenté vingt à trente fois le solde, ce qui met en évidence l'importance des arbitrages, tant spécifiques que géographiques, opérés entre les valeurs du portefeuille.



Source : Voir note n° 1.

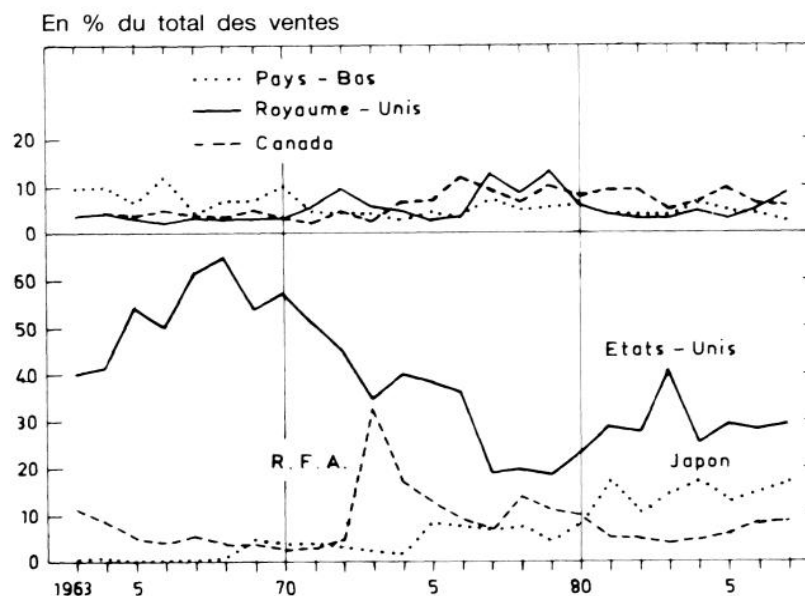
Les graphiques 4 et 5 montrent que les opérations ont toujours concerné principalement les valeurs américaines. La part des valeurs allemandes s'est accrue à partir de 1973 et celle des valeurs japonaises à partir de 1980. Environ 70 % des transactions se font sur les valeurs de six pays : Etats-Unis, Japon, RFA, Royaume-Uni, Canada et Pays-Bas.

4. Répartition des achats par nationalité des titres



Source : Voir note n° 1.

5. Répartition des ventes par nationalité des titres



Source : Voir note n° 1.

Pendant une partie de la période étudiée, c'est-à-dire pendant huit années sur vingt-cinq (voir encadré), les opérations des résidents sur valeurs étrangères ont fait l'objet d'une réglementation. Celle-ci a entravé le libre jeu des facteurs susceptibles d'influencer les comportements. Elle a été plus contraignante pour les opérations sur actions que

pour les opérations sur obligations, qui ont bénéficié de mesures dérogatoires, ce qui a aggravé le déséquilibre entre ces deux types de valeurs au sein du portefeuille national. Cependant sa durée, relativement réduite, n'interdit pas la recherche des facteurs déterminant les flux sur l'ensemble de la période. Une étude actuellement en cours à ce sujet pourra, nous l'espérons, actualiser et compléter les résultats de travaux réalisés précédemment au Service d'étude de l'activité économique et à la Banque de France.

Erratum à l'article : « Investissement français à l'étranger et rendement », *Revue de l'OFCE*, n° 24, juillet 1988, p. 187.

Le graphique n° 1 : « Evolution des flux d'investissement directs français à l'étranger » comportait une grandeur erronée pour l'année 1985. On trouvera ci-dessous ce graphique rectifié.

